

# 营收增速转正， 业绩保持稳健

## 核心观点

招商银行 2025 年营收增速转正、利润小幅提速，略超预期。信贷增长稳健，资产端定价仍承压，负债端成本优化托底息差，26 年息差降幅或将小于 25 年。财富管理稳中向好，客群基础扎实牢固。资产质量方面，不良率稳定，拨备覆盖率有所下行，对公房地产和零售贷款仍是主要压力点。“早暴露早出清”原则下对公房地产或将进一步出清风险。预计 2026 年营收增速继续改善，利润保持小个位数正增。招行 5.5% 左右股息率位于行业前列，无摊薄风险，维持买入评级。

## 事件

1 月 23 日，招商银行公布 2025 业绩快报，2025 年实现营业收入 3375.32 亿元，同比增长 0.01%（9M25：-0.51%）；实现归母净利润 1501.81 亿元，同比增长 1.21%（9M25：0.52%）。4Q25 不良率 0.94%，季度环比持平；4Q25 拨备覆盖率季度环比减少 14.14pct 至 391.79%。

## 简评

**1、招商银行 2025 年营收增速转正、利润小幅提速，略超预期。**2025 年招商银行实现营业收入 3375.32 亿元，同比增长 0.01%，增速较 9M25 提升 0.52pct 回正，较 2024 年也已转正，略超预期。具体来看，4Q25 贷款个位数增速稳健，零售需求不足下，预计对公增量补位，息差有望边际企稳，全年净利息收入同比增长 2.04%，增速较 9M25 提升 0.30pct。非息收入方面，预计财富管理业务回暖下中收增速稳中向好，其他非息受 24 年高基数及四季度债市低位震荡影响承压拖累，全年非息收入同比变动-3.38%，增速环比 9M25 改善 0.84pct。利润方面，2025 年实现归母净利润 1501.81 亿元，同比增长 1.21%，增速较 9M25 小幅提升 0.69pct，与 2024 年增速持平。全年 ROE 同比下降 1.05pct 至 13.44%。

**展望 2026 年，招商银行业绩预期保持稳健向好趋势。**规模方面，零售需求尚未明显修复，预计对公增量拉动规模增长。息差方面，2026 年一季度按揭贷款重定价下息差压力较大，全年仍有降息降准空间，但存款挂牌利率将下调托底、公司持续优化负债结构，预计息差降幅逐步收窄，全年降幅小于 2025 年。非息收入方面，中收预期保持向好趋势；其他非息收入基数较低，预期 2026 年债市震荡下波段机会充足，或将缩小拖累幅度。（接下文）

## 招商银行 (600036.SH)

维持

买入

马鲲鹏

makunpeng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521060001

SFC 编号:BIZ759

李晨

lichenbj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521060002

SFC 编号:BSJ178

王欣宇

wangxinyu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525070014

发布日期：2026 年 01 月 25 日

当前股价：37.50 元

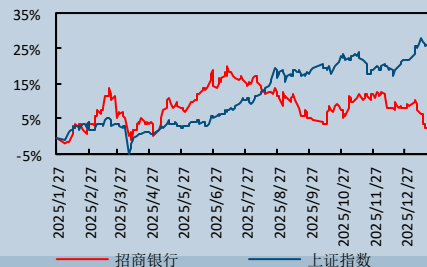
目标价格 6 个月：50 元

## 主要数据

### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-10.22/-15.81	-10.61/-16.29	-4.94/-33.65
12 月最高/最低价 (元)			48.24/37.50
总股本 (万股)			2,521,984.56
流通 A 股 (万股)			2,062,894.44
总市值 (亿元)			9,646.11
流通市值 (亿元)			7,735.85
近 3 月日均成交量 (万)			7961.04
主要股东			
香港中央结算(代理人)有限公司			18.06%

## 股价表现



资产质量方面，零售不良继续正常暴露，房企白名单展期新规保障下预期房地产风险不会大规模暴露，预期在审慎的风险偏好下，招商银行将主动逐步处置潜在不良包袱。预计全年营收较 2025 年继续改善，利润增速保持小个位数增长。

**2、规模稳健增长，预计对公贷款稳定贡献增量，零售端仍待复苏。**资产端，4Q25 招商银行资产规模同比增长 7.6% 至 13.1 万亿元，大个位数增速稳健；其中，贷款规模同比增长 5.4% 至 7.26 万亿元，增速较 9M25 基本持平。贷款投向方面，零售需求仍未有显著修复迹象，公司主要聚焦对公投放，依“一体两翼”战略加大制造业、科技、绿色、普惠小微贷款等方面的投放力度，公司贷款增量有效补位以支撑稳健的贷款增速。若未来零售需求好转，则在高资本充足率的支撑下，公司扩表动能充分，信贷增速有望大幅提升。负债端，招商银行具备扎实的客户基础，增速稳定强劲，4Q25 存款规模同比增长 8.0% 至 11.8 万亿元。

**3、资产端利率仍有下行空间，负债端成本持续优化是支撑息差边际企稳的关键。**在利率中枢下行、信贷需求尚未显著回暖的背景下，资产端利率预计仍将承压，但降幅较前九季度收窄。与此同时，存款挂牌利率多次下调，叠加公司积极优化存款端结构，预计高活期占比将继续发挥核心作用，有力压降存款成本，充分支撑息差逐步边际企稳。展望 2026 年，开年按揭贷款重定价，1 月 15 日央行已释放降准降息信号，资产端定价压力仍存，预计一季度息差表现承压。后续，随着存款利率下调的红利进一步释放，加之公司持续的负债成本管控，息差降幅有望逐步收窄，预计全年收窄幅度将小于 2025 年。

**4、非息收入边际改善。预计 2026 年财富管理继续向好，其他非息收入不会明显拖累。**招商银行在大财富管理业务方面优势突出，客群基础扎实，金葵花及以上客户、私行客户增速较快，零售 AUM 表现稳健向好，叠加 2024 年减费让利因素下的低基数效应，预计 2025 年中收保持较好增速。非息收入方面，2025 年四季度利率阶段性上行，存量债券市场表现不理想，冲击公司的交易账户公允价值损益。展望 2026 年，中收预期仍能保持向好增长，其他非息基数压力有所缓解，债券市场或仍呈震荡格局，为投资端提供了波段操作获利机会，因此预期不会对整体营收形成大幅拖累。

**5、不良率保持稳定，拨备覆盖率明显下行，对公房地产和零售贷款仍是主要压力点。**4Q25 招商银行不良率季度环比持平 0.94%，拨备覆盖率季度环比降低 14.14pct 至 391.79%，预计主因是零售贷款及对公房地产不良逐步处置。零售端风险没有进一步恶化迹象，预计仍将正常暴露，信用卡资产质量压力较大，这是行业共性问题，需等待经济状况明显好转、居民收入修复改善。对公房地产方面，2026 年 1 月，房企白名单政策升级，允许满足相应条件的白名单内房企项目办理展期，整体来看，房地产风险不会大规模暴露。招商银行风险偏好比较审慎，秉持“早暴露早出清”原则，预计未来 2-3 年内将逐步主动核销有不良迹象的房企贷款，未来一段时间内拨备覆盖率或将随计提核销而下行，信用成本或将阶段性承压。

**6、投资建议与盈利预测：**招商银行 2025 年营收增速由负转正、利润小幅提速，略超预期。资产端，信贷保持稳健增速，对公领域贷款贡献增量，但零售需求尚未明显改善，资产定价仍将持续承压。负债端成本持续优化，四季度息差预计边际企稳，2026 年息差降幅预期小于 2025 年。非息收入边际好转，预计财富管理业务保持稳中向好趋势，其他非息收入对营收拖累有限。资产质量方面，不良率稳定、拨备覆盖率下行，零售、对公房地产资产质量压力仍存。在“早暴露早出清”审慎风险偏好下，预计未来将进一步加大房地产相关领域不良核销力度。展望 2026 年，招商银行规模增速保持稳定，息差降幅收窄，中收保持向好趋势，其他非息对营收扰动较小。预计 2026 年招商银行营收较 2025 年继续改善，利润保持稳定小个位数增长。预计 2026、2027 年营收增速为 0.8%、2.3%。利润增速为 1.5%、2.1%。当前股价预计对应 2026 年股息率为 5.5%，对应 0.83 倍 26 年 PB，配置性价比合理，维持买入评级。

**7、风险提示：**（1）经济复苏进度不及预期，企业偿债能力削弱，资信水平较差的部分企业可能存在违约

风险，从而引发银行不良暴露风险和资产质量大幅下降。（2）地产、地方融资平台债务等重点领域风险集中暴露，对银行资产质量构成较大冲击，大幅削弱银行的盈利能力。（3）宽信用政策力度不及预期，公司经营地区经济的高速发展不可持续，从而对公司信贷投放产生较大不利影响。（4）零售转型效果不及预期，权益市场出现大规模波动影响公司财富管理业务。

**图表1： 招商银行盈利预测简表**

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
营业收入（百万）	339,123	337,488	337,532	340,086	347,808
营业收入增长率	-1.6%	-0.5%	0.0%	0.8%	2.3%
归母净利润（百万）	146,602	148,391	150,181	152,378	155,459
归母净利润增长率	6.2%	1.2%	1.2%	1.5%	2.0%
EPS（元）	5.63	5.66	5.73	5.82	5.94
BVPS（元）	36.71	41.46	43.32	45.18	47.16
PE	6.7	6.6	6.5	6.4	6.3
PB	1.02	0.90	0.87	0.83	0.80

资料来源：Wind，公司年报，中信建投

**图表 2: 招商银行 2025 业绩快报**

Income statement 利润表 (百万元, RMB mn)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	QoQ	YoY	2024	2025	YoY
Net interest income 净利息收入	53,979	52,996	53,089	53,957	55,551	3.0%	2.9%	211,277	215,593	2.0%
Non-interest income 非利息收入	30,800	30,755	33,129	27,494	30,561	11.2%	-0.8%	126,211	121,939	-3.4%
<b>Operating income 营业收入</b>	<b>84,779</b>	<b>83,751</b>	<b>86,218</b>	<b>81,451</b>	<b>86,112</b>	<b>5.7%</b>	<b>1.6%</b>	<b>337,488</b>	<b>337,532</b>	<b>0.0%</b>
Operating profit 营业利润	44,839	44,262	44,690	46,275	44,025	-4.9%	-1.8%	179,019	179,252	0.1%
Other operating income/(expense), net 营业外收支净额	(261)	(20)	(26)	(92)	(121)	31.5%	-53.6%	(367)	(259)	-29.4%
Profit before taxation 利润总额	44,578	44,242	44,664	46,183	43,904	-4.9%	-1.5%	178,652	178,993	0.2%
<b>NPAT 归属股东净利润</b>	<b>35,207</b>	<b>37,286</b>	<b>37,644</b>	<b>38,842</b>	<b>36,409</b>	<b>-6.3%</b>	<b>3.4%</b>	<b>148,391</b>	<b>150,181</b>	<b>1.2%</b>
<b>Balance sheet 资产负债表 (百万元, RMB mn)</b>										
Total loans 贷款总额	6,888,315	7,125,479	7,116,616	7,136,285	7,258,058	1.7%	5.4%	6,888,315	7,258,058	5.4%
Total deposits 存款总额	9,096,587	9,319,462	9,422,379	9,518,697	9,836,130	3.3%	8.1%	9,096,587	9,836,130	8.1%
NPLs 不良贷款余额	65,610	66,743	66,370	67,425	68,226	1.2%	4.0%	65,610	68,226	4.0%
Loan provisions 贷款损失准备	270,301	273,666	272,733	273,698	267,302	-2.3%	-1.1%	270,301	267,302	-1.1%
Total assets 资产总额	12,152,036	12,529,792	12,657,151	12,644,075	13,070,523	3.4%	7.6%	12,152,036	13,070,523	7.6%
Total liabilities 负债总额	10,918,561	11,275,928	11,360,291	11,368,939	11,789,624	3.7%	8.0%	10,918,561	11,789,624	8.0%
Equity attributable to parent company 母公司所有者权益	1,226,014	1,246,207	1,289,233	1,267,285	1,272,875	0.4%	3.8%	1,226,014	1,272,875	3.8%
<b>Per share data (Yuan) 每股数据 (元)</b>										
Shares 普通股股本 (百万股)	25,220	25,220	25,220	25,220	25,220	0.0%	0.0%	25,220	25,220	0.0%
EPS	1.25	1.48	1.41	1.54	1.27	-17.7%	1.1%	5.66	5.70	0.7%
BVPS	41.46	42.26	42.10	43.21	43.43	0.5%	4.8%	41.46	43.43	4.8%
<b>Main indicators 主要指标 (%)</b>										
ROE	12.35%	14.13%	13.41%	14.44%	11.96%	-2.5pct	-0.4pct	14.49%	13.44%	-1.0pct
LDR 贷存比	75.72%	76.46%	75.53%	74.97%	73.79%	-1.2pct	-1.9pct	75.72%	73.79%	-1.9pct
NPL ratio 不良率	0.95%	0.94%	0.93%	0.94%	0.94%	0bps	-1bps	0.95%	0.94%	-1bps
Provision coverage ratio 拨备覆盖率	411.98%	410.03%	410.93%	405.93%	391.79%	-14.1pct	-20.2pct	411.98%	391.79%	-20.2pct
Provision ratio 拨贷比	3.92%	3.84%	3.83%	3.84%	3.68%	-15bps	-24bps	3.92%	3.68%	-24bps
Non-interest income/operating income 非息收入占比	36.33%	36.72%	38.42%	33.76%	35.49%	1.7pct	-0.8pct	37.40%	36.13%	-1.3pct

数据来源: 公司财报, 中信建投证券

## 分析师介绍

### 马鲲鹏

中信建投研究所董事总经理、研委会副主任、中信建投（国际）研究部及全球研究团队负责人、金融行业负责人、银行业首席分析师。英国杜伦大学金融与投资学硕士。十余年金融行业研究经验，兼具广阔的国际视野和深刻的本土洞察，在新财富最佳分析师评选中多年位居前列：第一名（2019年）、第二名（2016-2017年、2020年、2022-2024年）、第三名（2015年、2018年、2025年）。

### 李晨

中国人民大学金融硕士，银行业分析师。多年银行业卖方研究经验，2017-2023年新财富、水晶球等最佳分析师评选上榜团队核心成员。

### 王欣宇

中国人民大学金融学学士，新加坡国立大学理学硕士，银行业分析师。

**评级说明**

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

**法律主体说明**

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

**一般性声明**

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京  
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层  
 电话: (8610) 56135088  
 联系人: 李祉瑶  
 邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室  
 电话: (8621) 6882-1600  
 联系人: 翁起帆  
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼  
 电话: (86755) 8252-1369  
 联系人: 曹莹  
 邮箱: caoying@csc.com.cn

**中信建投(国际)**

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话: (852) 3465-5600  
 联系人: 刘泓麟  
 邮箱: charleneliu@csci.hk